BHS
Investment of your future

Průběžná analytická zpráva Prabos Plus a.s.

Timur Barotov (Analytik)

16. 11. 2023

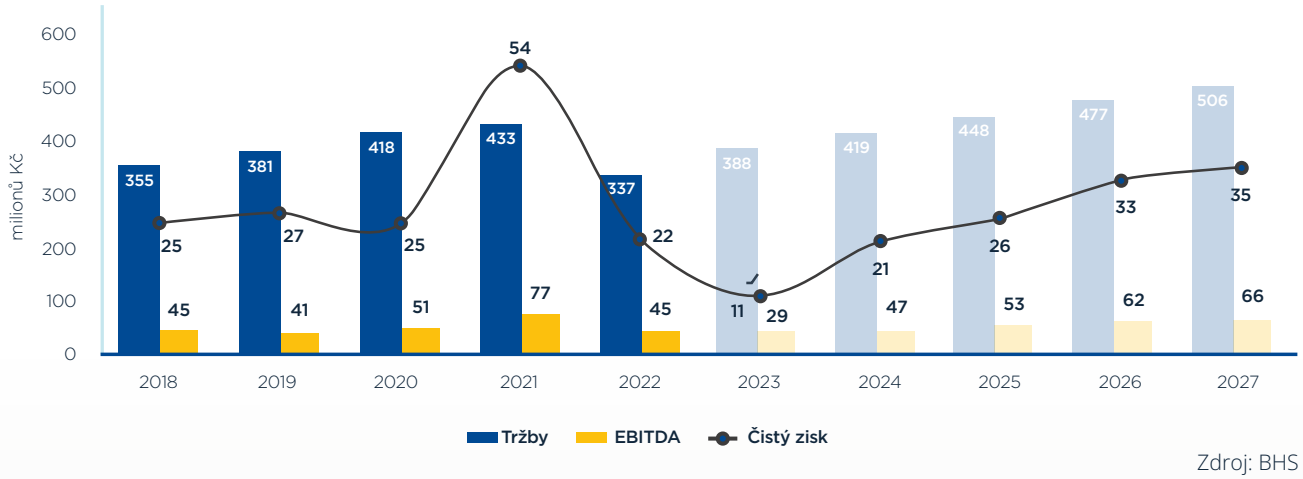
prabos

Změny v projekci klíčových finančních položek

Projekce tržeb, provozního zisku EBITDA a čistého zisku byly pozměněny na základě již zveřejněných pololetních údajů v letošním roce. V naší původní prognóze (BHS Research 18.5.2023) se počítalo s pesimističtějším průběhem ekonomické aktivity a tím pádem i slabším hospodářským výsledkem společnosti Prabos Plus a.s. („Společnost"). Díky fiskálním stimulům ve Spojených státech a Eurozóně se dopady vysokých úrokových sazeb výrazně utlumily, alespoň zatím. Díky tomu také inflační očekávání zůstávají zvýšená a inflace se pravděpodobně v dohledné době nesníží k 2% cíli. Původní prognóza počítala s výraznými tlaky na ziskové položky i přes rostoucí tržby, které zůstaly v nové projekci neměnné. Očekávaný zisk EBITDA v roce 2023 byl upraven z 29 milionů Kč na 44 milionů Kč. I čistý zisk byl přehodnocen směrem nahoru z 11 milionů Kč na 21 milionů Kč. Tyto úpravy byly provedeny na základě již dosažených a reportovaných hospodářských výsledků Společnosti a extrapolace výsledků do konce letošního roku. V porovnání s manažerskou prognózou Společnosti se naše projekce tržeb liší jen málo: Společnost očekává tržby na konci roku ve výši 390 milionů Kč, což zhruba odpovídá naší původní prognóze 388 milionů Kč, kterou ponecháváme beze změny. Společnost podle nejnovějších údajů očekává zisk EBITDA ve výši 45,3 milionů Kč a čistý zisk ve výši 19,7 milionů Kč. Naše prognóza je štědřejší na bázi čistého zisku, kde očekáváme 21 milionů Kč, ale méně štědrá, co se týče zisku EBITDA, kde očekáváme o 1 milion Kč nižší výsledek.

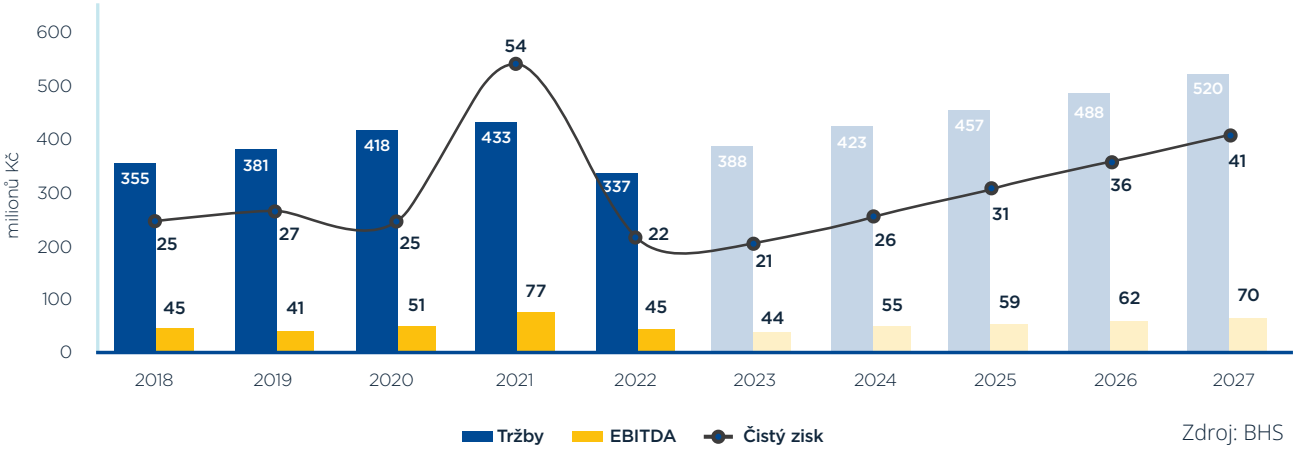
Je pozitivní, že se Společnosti daří otáčet trend ve vývoji tržeb po velkém propadu v roce 2022. Společnost je tak na správné růstové trajektorii a zmírňuje to obavy ohledně permanentní degradace hospodaření a podnikového modelu. Bohužel vlivem vyšší inflace a méně efektivního zacházení s pracovním kapitálem dochází k poklesu čisté marže, s čímž jsme ovšem již dříve počítali. Čistá marže Společnosti tak pravděpodobně klesne z 12,6 % v roce 2021 na 5,1 % v roce letošním podle odhadů managementu. Růst cen vstupů nyní a do budoucna pravděpodobně povede k nižším ziskovým maržím. Společnosti nejsou schopny přenášet veškeré náklady na spotřebitele, který se bude pravděpodobně dostávat ještě pod větší tlak v dalším roce. Dle našich odhadů bude pomalu docházet k obnově čistých marží počínaje rokem 2024 a stabilizuje se kolem 7 % v dalších letech.

Původní projekce klíčových finančních položek



Zdroj: BHS

Nová projekce klíčových finančních položek



Zdroj: BHS

Valuace metodou tržních poměrů

Tržní poměr	P/S	P/E	EV/S	EV/EBITDA	Průměr
Genesco Inc.	0.13	6.00	0.40	10.55	
CCC SA	0.23	21.36	0.73	11.96	
Foot Locker Inc.	0.24	6.83	0.58	7.74	
Weyco Group, Inc.	0.77	8.20	0.74	4.72	
Wojas SA	0.25	2.89	0.59	3.05	
Toebox Korea Ltd.	0.67	11.11	0.49	4.67	
Rocky brands, Inc.	0.19	9.28	0.65	6.16	
Regal corporation	0.28	16.12	0.45	20.20	
Median	0.25	8.74	0.59	6.95	
Arit. průměr	0.35	10.22	0.58	8.63	
Prabos Plus a.s.	**0.61**	**12.42**	**0.64**	**5.64**	
Indikovaná hodnota spol. (medián)	**95.0**	**166.1**	**227.3**	**305.8**	**198.5**
Indikovaná hodnota spol. (aritmetický průměr)	**133.8**	**221.0**	**224.5**	**379.7**	**239.7**

Zdroj: Bloomberg, BHS

Oproti předchozí analytické zprávě jsme do tabulky tržního srovnání přidali 3 nové srovnatelné společnosti pro větší diverzitu a přesnější valuaci. Poměr P/S (price-to-sales) se u této skupiny společností pohybuje relativně nízko v průměru kolem 0,35 (a v mediánu dokonce 0,25). Společnost se nyní obchoduje nad tímto průměrem s P/S = 0,61. Co se týče poměru P/E (price-to-earnings) tam se pohybuje skupina v průměru kolem 12,0 a v mediánu kolem 8,7, je zde tedy větší rozptyl těchto hodnot. Společnost Prabos Plus a.s. se lehce vymyká tomuto průměru s P/E = 12,4. Poměr EV/S (enterprise value-to-sales) je velmi stabilní a zde aritmetický průměr v podstatě odpovídá mediánu. EV/EBITDA (enterprise value-to-EBITDA) je již méně stabilní a v průměru činí 8,63, kdežto medián téměř 7,0.

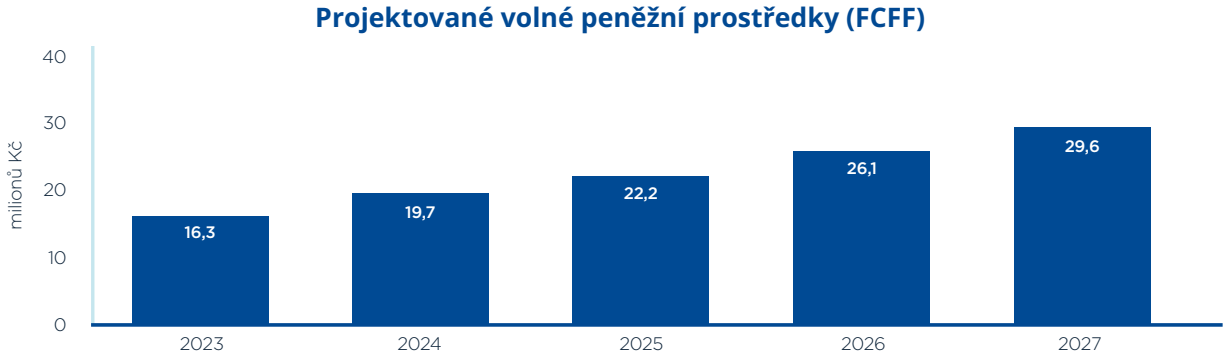
Společnost obchoduje s prémií z pohledu většiny těchto tržních poměrů, kromě EV/EBITDA. To může ukazovat na relativní nadhodnocení společnosti v absenci nadstandardní hospodářské výkonnosti. Na druhou stranu je potřeba hledět na tuto analýzu s rezervou, neboť Prabos Plus je výrobce specializované obuvi s větší přidanou hodnotou, kde se dá argumentovat, že je vyšší valuace na místě. Ve shrnutí analýza tržních poměrů ukazuje, že hodnota Společnosti by se měla pohybovat v intervalu od 198,5 milionů Kč do 239,7 milionů Kč. Nižší hodnota intervalu tohoto rozpětí je aritmetickým průměrem mediánů indikovaných hodnot Společnosti. Vyšší hodnota je pak aritmetickým průměrem aritmetických průměrů indikovaných hodnot Společnosti. To by odpovídalo cenovému rozpětí 198,5 – 239,7 Kč na akcii, což je více než v minulé analýze, která implikovala valuační interval 169,1 – 194,7 Kč.

Valuace metodou DCF

Náklady kapitálu	2023	2024	2025	2026	2027
Bezriziková výnosová míra v ČR	4.5 %	3.5 %	2.8 %	2.4 %	2.0 %
Beta faktor odvětví (nezadlužená)	0.92	0.97	1.10	1.12	1.12
Riziková prémie trhu	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %	7.0 %
Riziková prémie země	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %	1.0 %
Další přirážky - velikost společnosti	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %	2.0 %
Náklady VK	14.0 %	13.3 %	13.5 %	13.3 %	12.9 %
Náklady CK	7.0 %	6.5 %	6.0 %	5.5 %	5.0 %
Daňová sazba	21.0 %	21.0 %	21.0 %	21.0 %	21.0 %
WACC	12.3 %	11.7 %	11.8 %	11.5 %	11.1 %

Zdroj: BHS, Aswath Damodaran, ČNB

Náklady kapitálu se oproti minulé prognóze změnily jen lehce v následujících 2 letech a více v letech poté. Výraznou změnou je zmenšení nákladů cizího kapitálu, který jsme se rozhodli zmenšovat v čase. Úrokové náklady na nové půjčky by se měly zmenšovat se svižnějším tempem pádu klíčových úrokových sazeb ČNB oproti minulé prognóze. Nyní očekáváme, že se úroková sazba ČNB začne snižovat již v únoru a na každém dalším setkání půjde níže o 0,25 %. Velkou změnou je také vyšší očekávaná daňová sazba již od příštího roku. Poprvé v novodobé české historii vláda plánuje zvýšit zdanění firemních zisků. Současná sazba ve výši 19 % platí již 13 let a od příštího roku se má zvýšit z 19 % na 21 %. To ovšem nemá velký vliv na vážený průměr nákladů kapitálu WACC, díky nízkému poměru dluhu k vlastnímu kapitálu Společnosti. Další úpravou, spíše kosmetické povahy je zmenšení bezrizikové míry v ČR v letech 2026 a 2027, díky optimističtějším očekáváním ohledně boje s inflací. Celkově se tak WACC snížil a vedl k vyšší valuaci Společnosti.



Zdroj: BHS

Prognóza volných peněžních toků („FCFF“) prošla změnou obzvlášť v letech 2023 a 2024. Původní analýza počítala s výraznějším snižováním zásob, které jsou poslední léta historicky na zvýšené úrovni. To se podle nejnovějších údajů nerealizuje a zásoby naopak i nadále pravděpodobně porostou. Z tohoto důvodu FCFF v roce 2023 bylo rozpuštěno i do roku 2024. Nově v prognóze již nepočítáme s výrazným snižováním zásob do příštích let, a naopak počítáme s absolutním růstem. Ovšem poměr zásob k tržbám by se měl časem zlepšovat ze současných 55 % až na 30 % v roce 2027. Pokud ne, bylo by to rizikovým faktorem Společnosti a ukazovalo by to na neefektivní využití aktiv za účelem generace zisku. Původní analýza počítala s razantnější normalizací zásob, ovšem pozvolné tempo poklesu tohoto poměru napříč lety je nyní více pravděpodobným scénářem.

DCF

Po výpočtu volných peněžních prostředků a diskontní míry následuje výpočet tzv. 1. fáze a 2. fáze, jež v součtu určí hodnotu společnosti, která se pak ošetří o dluh a peněžní prostředky. Indikovaná hodnota by pak měla odpovídat skutečné vnitřní hodnotě společnosti za uvedených předpokladů vývoje finančních položek. V 1. fázi se sečtou diskontované volné peněžní toky, které jsme projektovali do dalších 5 let, podle následujícího vzorce:

$$f_1 = \frac{FCF_1 \prod_{i=2}^{5}(1+WACC_i) + FCF_2 \prod_{(i=3)}^{5}(1+WACC_i) + FCF_3 \prod_{i=4}^{5}(1+WACC_i) + FCF_4\,(1+WACC_5) + FCF_5}{\prod_{i=1}^{5}(1+WACC_i)} = 80\,000\,000 \text{ Kč}$$

$\mathbf{FCF_1}$ … $\mathbf{FCF_5}$ odpovídá prognózovaným volným peněžním tokům v letech 2023–2027, $\mathbf{WACC_1}$ … $\mathbf{WACC_5}$ odpovídá diskontním mírám v příslušných letech 2023–2027. Vzorec je v tomto případě o něco složitější, neboť se v každém roce počítalo s rozdílnými náklady kapitálu, což by ale mělo vést k přesnějším výsledkům. V součtu tedy 1. fáze činí 80 milionů Kč.

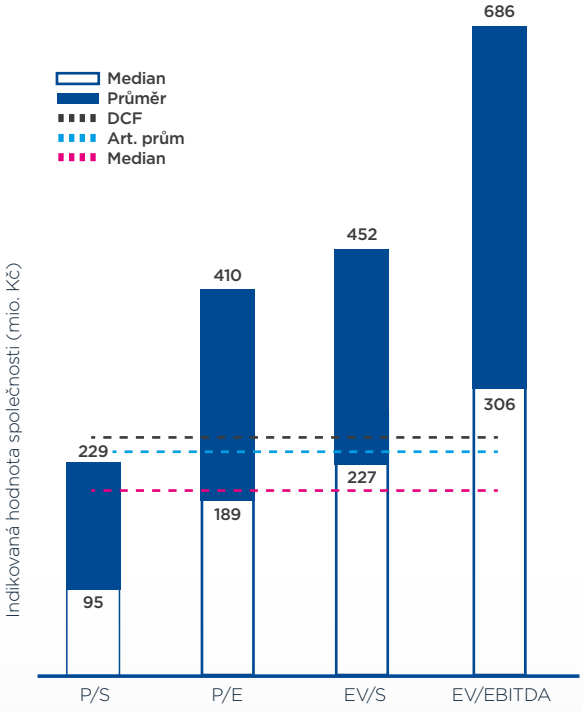
Ve 2. fázi se vypočte tzv. pokračující hodnota Společnosti, což je teoretická diskontovaná hodnota Společnosti, mimo projektovaný horizont příštích několika let, který se užil v 1. fázi. Populární metodou výpočtu je za použití Gordonova vzorce, který pokračující hodnotu vypočte jako jednoduchý podíl, mezi konstantně rostoucí hodnotou volných peněžních prostředků a diskontní mírou, která bude s každým rokem umocňována. Pro výpočet se tedy použije následující vzorec:

$$f_2 = \sum_{n=6}^{\infty} \frac{FCF_{(T+1)}\,(1+g)^{n-5}}{\prod_{i=1}^{5}(1+WACC_i)\,(1+WACC_{T+1})^{n-5}} = \frac{FCF_{(T+1)}\,(1+g)}{\prod_{i=1}^{5}(1+WACC_i)\,(WACC_{T+1}-g)} = 186\,000\,000\ \text{Kč}$$

FCF_{T+1} představuje počáteční volné peněžní prostředky, které budou růst tempem typicky g = 2 %, což odpovídá dlouhodobému inflačnímu cíli ČNB, a to od počátku roku 2028. Odhadli jsme tuto hodnotu na 28,8 milionů Kč. $WACC_{T+1}$ je diskontní míra, která bude ve 2 fázi již konstantní a neměnná, díky čemuž je možné užít Gordonův vzorec pro nekonečnou sumaci. Tuto diskontní míru jsme odhadli na 11,09 %. Pokračující hodnota Společnosti tudíž činí 186 milionů Kč.

V součtu obě fáze poukazují na hodnotu Společnosti (enterprise value) za daných předpokladů ve výši 266 milionů Kč. Po přičtení odhadovaných volných peněžních prostředků a jejích ekvivalentů (28 mio. Kč) a odečtení odhadu celkového dluhu na konci roku (40 mio. Kč) se tak dostáváme k hodnotě **254 milionů Kč.** Je důležité si uvědomit, že tato hodnota Společnosti bude odpovídat skutečné vnitřní hodnotě pouze pokud Společnost dokáže růst uvedeným tempem a dosahovat projektovaných zisků. Model nepočítá s neočekávanými vnějšími událostmi, které by mohly výrazně ovlivnit chod Společnosti.

Závěr



Zdroj: BHS

Společnosti Prabos plus a.s. na základě této analýzy a našeho nejlepšího úsudku zvyšujeme cílovou cenu z 225 Kč na 245 Kč na akcii v období příštích 6 měsíců. Společnost ukázala, že pravděpodobně dokáže otočit nepříznivý trend z minulého roku a dosáhla na dotační program. Bude to ovšem za cenu nižších marží a menší efektivity využití pracovního kapitálu. Také ještě pořád existuje opodstatněná nejistota plynoucí z výrazného poklesu tržeb v minulém roce. Vlastnická struktura managementu zůstala neměnná. Investiční doporučení zůstává vzhledem k přetrvávající nejistotě, a hlavně malému cenovému diferenciálu mezi tržní a cílovou cenou: DRŽET.

KONTAKT
BH Securities a.s.
Na Příkopě 848/6,
110 00 Praha 1

Mgr. Timur Barotov (analytik)
+420 255 710 736
timur.barotov@bhs.cz

INVESTIČNÍ UPOZORNĚNÍ

Toto upozornění plní obecné a trvalé úsilí společnosti BH Securities a.s. (dále jen „Společnost“) poskytovat klientům a čtenářům jakýchkoliv sdělení společnosti ve vztahu k investičním nástrojům a emitentům, včetně analytických výstupů či případných dalších informací o (možných) investicích (dále jako „analýzy“), zřetelné a relevantní informace. Výstupy mohou sloužit rovněž k propagaci služeb a podpoře podnikání společnosti. Analýzy slouží pouze pro informační účely a jsou poskytovány v rámci informační podpory klientům Společnosti, nejde o investiční poradenstvíči poradenskou službu, neboť tyto činnosti Společnost nenabízí a neprovádí. Analýzy slouží pouze pro informační účely a nepředstavují žádnou nabídku či výzvu uzavřít smlouvu týkající se investičního nástroje nebo investiční služby. Analýzy v žádném případě nepředstavují formu jakéhokoli individualizovaného doporučení zákazníkovi, neberou v úvahu situaci a osobní poměry jednotlivých zákazníků, jejich finanční situaci, znalosti, zkušenosti, cíle nebo potřeby a jejich záměrem není doporučit konkrétní investiční nástroje nebo strategie konkrétním zákazníkům. Investiční nástroje zmíněné v analýzách nemusí být vhodné pro každého investora. Analýzy, včetně informací a názorů v nich obsažených, nelze mechanicky použít k nákupu, prodeji či jiné dispozici s investičními nástroji.

Informace o výkonnosti příslušných investičních nástrojů, finančních indexů či investičních služeb v minulosti nemůže v žádném případě sloužit jako spolehlivý ukazatel či záruka budoucích výsledků (výkonnosti); to platí také pro informace o simulované výkonnosti a jakékoli prezentované parametry. Analýzy (není-li uvedeno jinak) pracují s hrubými výnosy, to znamená, že nezapočítávají dopad poplatků a ostatních nákladů na investici. Dopadem poplatků může být snížení výnosu i o jeden či více procentních bodů. Informaci o poplatcích obsahuje Sazebník dostupný na www.bhs.cz v sekci Dokumenty ke stažení. Investiční nástroje denominované v cizích měnách jsou, kromě zde uvedených skutečností, vystaveny také vlivům vyplývajícím ze změn měnových kurzů, přičemž tyto mohou mít vliv na jejich kurzy, ceny, zhodnocení či výnosy z nich plynoucí. Poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry nelze považovat za formu ani ekvivalent kolektivního investování, vkladu u banky, ani penzijního připojištění nebo pojištění. Investoři se o výhodnosti a vhodnosti investic do jakýchkoli investičních nástrojů rozhodují samostatně, a to s přihlédnutím k ceně, případnému nebezpečí a riziku. S investicí je spojeno riziko kolísání hodnoty a návratnost původně investovaných prostředků není zaručena. Investice není nikdy zcela bez rizika, přičemž u každé formy investice odpovídá riziko úměrně možnému výnosu a návratnosti investice – čím vyšší výnos, tím vyšší existuje riziko, že očekávaný výnos nebude dosažen nebo že investice bude zcela či částečně zmařena. Každý investor by se měl seznámit s investičním nástrojem před provedením obchodu. Podrobněji jsou upozornění na (potenciální) rizika zpracována v dokumentaci Společnosti.

Údaje uvedené v tomto propagačním sdělení jsou založeny na hrubé výkonnosti (bez zohlednění vlivu provizí, odměn a dalších poplatků). Důsledkem provizí, odměn a dalších poplatků spojených s investicí je snížení uvažovaného výnosu o jeden i více procentních bodů. Nedílnou součástí tohoto propagačního sdělení je dokument Poctivá prezentace, který je neomezeně a bezplatně přístupný také na webových stránkách společnosti BH Securities a.s. www.bhs.cz, v sekci Dokumenty ke stažení společně s dalšími podrobnými informacemi, včetně informací o poplatcích, nákladech a rizicích investic do investičních nástrojů. Adresát tohoto propagačního sdělení se v případě jakýchkoliv nejasností či pochybností souvisejících s charakteristikou, podmínkami, chováním či riziky tohoto investičního nástroje může dotázat na podrobnosti na telefonním čísle uvedeném v zápatí.

Veškeré informace a názory obsažené v analýzách pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které BH Securities a.s. (dále jen „Společnost“) považuje za důvěryhodné. Přes maximální pozornost a péči věnovanou obsahu a ověřování informací použitých při formulaci analýz Společnost nepřebírá záruku (neodpovídá) za jejich přesnost a úplnost, přičemž vychází z toho, že tyto byly publikovány či sděleny tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti (s výjimkou údajů vztahujících se přímo ke Společnosti). Názory Společnosti uvedené v analýzách se mohou měnit bez předchozího upozornění, především v souvislosti s aktuálním vývojem na kapitálových trzích. Kromě výše uvedeného je vhodné upozornit, že konkrétní analýzu je třeba vnímat:

- ve svém celku, nejen pouze v jednotlivostech, či vytržených částech;
- v kontextu s dalšími (předcházejícími i následnými) analýzami, dokumenty či materiály vytvořenými Společností, včetně dokumentů na webu www.bhs.cz (včetně obsahu veškerých dokumentů uveřejněných na těchto webových stránkách), na něž tímto výslovně odkazujeme, přičemž analýza je považována za doplňkový zdroj informací;
- v kontextu k aktuálnímu dění na trzích;
- s vědomím, že vytváření analýzy zahrnuje zpracování mnoha údajů z mnoha zdrojů, což je proces, který nelze plně zautomatizovat, je v něm obsažen nemalý podíl ručního zpracování včetně možného ručního přepisu údajů a přes veškerou snahu a pozornost nelze vyloučit vznik tiskové chyby a chyby plynoucí z přepisu či kopírování údajů z jiných zdrojů;
- s vědomím omezeného rozsahu a časové platnosti analýzy;
- že je v zájmu zákazníka doplnit informace a názory obsažené v analýze o další informační zdroje a srovnání ještě před vlastním investičním rozhodnutím;
- Společnost nenese žádnou odpovědnost za případné škody vzniklé třetím osobám v důsledku využití informací uvedených v analýze.

Společnost se může příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat informační servis či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji některé ze společností zmíněných v analýze. Společnost přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při zpracování analýz, jakož i při své další činnosti, a to zejména ve vztahu k analytikům a dalším osobám, jejichž povinnosti či obchodní zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy osob, mezi něž jsou analýzy šířeny. Podrobnější popis opatření proti střetu zájmů lze nalézt v sekci Dokumenty ke stažení na webových stránkách Společnosti www.bhs.cz. Pravidla uvedená shora platí také pro jakýkoli dokument (obsah), jehož je toto upozornění součástí. Dokument (obsah), jehož součástí je toto upozornění, byl vytvořen Společností, která je obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů. Povolení k činnosti obchodníka s cennými papíry bylo vydáno Českou národní bankou. Společnost podléhá dozoru České národní banky. Další informace k výstupům popisujícím možnou investiční strategii ve vztahu k nástroji či emitentovi a k analýzám, které obsahují stanovisko ohledně současné nebo budoucí hodnoty nástroje jsou uvedeny v dokumentu Poctivá prezentace, který je dostupný na www.bhs.cz v sekci Dokumenty ke stažení.